

APPLE Inc. diseña y produce software y equipos electrónicos (iPod, iPad, iPhone, Mac, Watch,...) de alta calidad y muy innovadores en diseño y tecnología. También ofrece servicios. El principal es de música y vídeo vía iTunes y Music. Recientemente ha lanzado Apple Health y Apple Pay.

¿Por qué nos gusta? Apple es una marca líder que cuenta con un mayor grado de satisfacción entre los clientes (el 84% de los usuarios se declara muy satisfecho frente al 62% del competidor más cercano) y sus productos están mejor valorados que los de la competencia en términos de prestaciones, usabilidad y diseño. El mercado de los *smartphones*, el principal de la empresa ahora mismo, registra todavía un ritmo significativo de crecimiento. Paralelamente la empresa innova en productos (Watch, TV) y en Servicios (iTunes, Pay,...) creando sistemáticamente nuevas categorías que complementan el crecimiento de su cartera. El segmento de Mac es muy estable y recientemente está registrando nuevas tasas de crecimiento.

Valoración fundamental Utilizamos los datos de consenso que estiman un crecimiento anual de los ingresos del 2,6% hasta 2018, y un margen operativo que se mantiene entorno el 29%. El CAPEX incrementa del 5% al 6% sobre ventas y las necesidades de Capital de Trabajo son negativas por lo que suponemos 0 en nuestras proyecciones. Para el valor terminal utilizamos el CFLO promedio de 4 años (2015-2018, 50Bn USD) debido al perfil de crecimiento de la empresa (normalmente utilizamos 10 años). Con un WACC del 8%, g del 2% y tasa impositiva del 26% obtenemos una valoración de 160USD. Ver DCF en la página 2.

Calidad de la Empresa Balance saneado con una caja neta de 160.000Mn USD.

Riesgos Elevada competencia del sector, penetración elevada de los smartphones de gama alta, sobrecostes de fabricación.

Últimos Resultados Los ingresos del 4T15 sin tener en cuenta el impacto de la divisa crecen un 8% (2% publicado). Se han debilitado las ventas de iPhone, iPad y Mac. iPhone decrece por primera vez en EEUU. En parte se debe a que el 4T14 fue un trimestre excepcional tras el lanzamiento de un nuevo modelo (Phone 6) vs este año que solo actualizaron a la versión S. Otros (iPod, Watch, Beats, TV,...) y Servicios (iTunes, Pay,...) crecen a doble dígito en cambio (+62% y +26% respectivamente). De hecho tienen 1Bn de unidades activas (+25%). Es la 1a vez que publican este dato y dijeron que creen que su negocio de Servicios no está correctamente valorado. Márgenes. El bruto mejora en 0,2pp. Los precios unitarios de todos los productos han subido. También por el ingreso puntual del acuerdo de patentes con Ericsson. El operativo se deteriora 0,6pp. Han subido el I+D 0,7pp sobre ingresos. Más detalle en: <http://www.robustsicav.com/apple-resultados-4t-2015/>

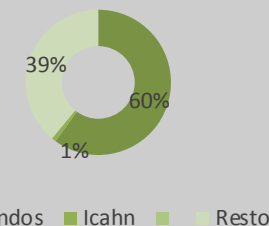
RSC (1) Ambiental: La telefonía móvil se ha convertido en un elemento de consumo masivo con un gran impacto ambiental asociado a una producción intensiva en consumo de energía y en emisiones de efecto invernadero. Apple mide su huella ambiental y pone en práctica políticas de reducción de emisiones de CO2 medidas en Tn/Empleado (7'5 en 2010 vs. 5 en 2011). El consumo eléctrico por empleado se mantiene constante. **(2) Social:** Desde 2006 empieza a auditar proveedores ante la problemática en Asia. En 2012 realiza 393 auditorias (un 72% más): el nivel de cumplimiento del límite de horas (60 semanales) es del 92%. En 2012 se asocia con la FLA (*Fair Labor Association*) y consigue que Foxconn se comprometa a un plan de mejora de 360 puntos. **(3) Gobernanza:** Comités independientes de auditoría, de nombramientos y de remuneración. Los miembros del Consejo cobran con acciones de la compañía (objetivos alineados). **(4) Reporting:** Siguiendo estándares GRI. Publica un informe anual sobre proveedores.

APPLE

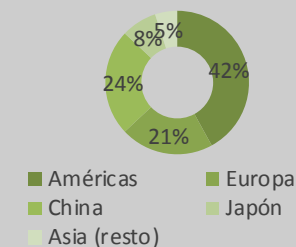
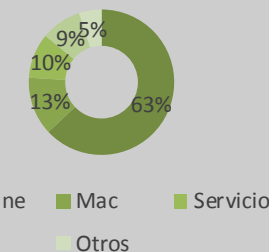
Cotización
93,43USD

Capitalización: 532.000Mn USD
Trabajadores: 110.000

Accionistas



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2014	2015	2016E	2017E
en millones de USD				
INGRESOS	182.795	233.715	229.106	242.424
Incremento (%)	68,9%	27,9%	-2,0%	5,8%
EBITDA	60.503	81.730	77.440	82.504
Incremento (%)	69,9%	35,1%	-5,2%	6,5%
Margen s/ventas	33,1%	35,0%	33,8%	34,0%
RESULTADO	39.510	53.394	50.279	53.316
Incremento (%)	52,4%	35,1%	-5,8%	6,0%
BPA	6,49	9,28	9,18	10,07
Incremento (%)	62,0%	42,9%	-1,1%	9,7%
RATIOS				
PER	-	-	10,2x	9,3x
Dividendo	-	-	2,3%	2,5%
Deuda Neta/EBITDA	-	-	-2,1x	-1,9x

Apple Inc	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	TACC	
													2015-18	2005-15
INGRESOS	23.870	32.628	35.894	63.737	109.463	156.274	170.371	180.468	233.288	229.106	242.424	252.134	2,6%	32,5%
% crecimiento	24,7%	36,7%	10,0%	77,6%	71,7%	42,8%	9,0%	5,9%	29,3%	-1,8%	5,8%	4,0%		
EBITDA	4.719	6.693	8.138	19.650	35.735	58.218	55.009	59.874	81.525	77.440	82.504	87.901	2,5%	46,4%
% crecimiento	77,0%	41,8%	21,6%	141,5%	81,9%	62,9%	-5,5%	8,8%	36,2%	-5,0%	6,5%	6,5%		
% margen	19,8%	20,5%	22,7%	30,8%	32,6%	37,3%	32,3%	33,2%	34,9%	33,8%	34,0%	34,9%		
BENEFICIO	3.348	4.703	5.341	13.460	26.011	41.863	36.802	38.919	53.016	50.279	53.316	55.521	1,6%	-
% crecimiento	76,6%	40,5%	13,6%	152,0%	93,3%	60,9%	-12,1%	5,8%	36,2%	-5,2%	6,0%	4,1%		
BPA	0,56	0,77	0,90	2,16	3,95	6,31	5,68	6,34	9,13	9,18	10,07	11,02	6,5%	46,1%
% crecimiento	73,1%	36,4%	17,4%	140,9%	82,7%	59,5%	-10,0%	11,6%	44,1%	0,5%	9,7%	9,4%		
D&A	380	542	844	1.641	2.656	3.298	6.393	5.290	6.838	6.716	7.106	7.391		
% s/ingresos	1,6%	1,7%	2,4%	2,6%	2,4%	2,1%	3,8%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%		
EBIT	4.340	6.152	7.294	18.009	33.079	54.920	48.616	51.632	70.724	66.049	69.852	73.182	1,1%	45,6%
% crecimiento	77,7%	41,8%	18,6%	146,9%	83,7%	66,0%	-11,5%	6,2%	37,0%	-6,6%	5,8%	4,8%		
% margen	18,2%	18,9%	20,3%	28,3%	30,2%	35,1%	28,5%	28,6%	30,3%	28,8%	28,8%	29,0%		
Impuesto efectivo	30,2%	31,6%	31,8%	24,4%	24,2%	25,2%	26,2%	26,1%						
IS modelo	1.120	1.588	1.883	4.649	8.539	14.177	12.550	13.328	18.256	17.050	18.031	18.891		
NOPLAT (EBIT-TAX)	3.599	5.105	6.255	15.001	27.196	44.041	42.459	43.594	59.306	55.715	58.927	61.682	1,3%	45,7%
% s/capitalización	1%	1%	1%	3%	5%	9%	8%	8%	11%	11%	11%	12%		
CAPEX ajustado	-986	-1.199	-1.213	-2.121	-3.565	-7.129	-9.092	-9.161	-11.117	-13.506	-13.726	-15.269		
% s/ingresos	4,1%	3,7%	3,4%	3,3%	3,3%	4,6%	5,3%	5,1%	4,8%	5,9%	5,7%	6,1%		
Δ WC ajustado (media 10a)	-118	-82	-8	-454	-894	-507	3		0	0	0	0		
% s/ingresos	-2%	-1%	0%	-2%	-2%	-1%	0%		-1%	-1%	-1%	-1%		
CF Libre Operativo (CFLO)	2.731	3.989	5.050	13.335	24.525	37.419	33.364	34.433	48.189	42.209	45.201	46.413	-1,2%	42,2%
% crecimiento	88,0%	46,1%	26,6%	164,1%	83,9%	52,6%	-10,8%	3,2%	40,0%	-12,4%	7,1%	2,7%		
Capital de trabajo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E		
Deudores	4.029	4.704	5.057	9.924	11.717	18.692	20.641	27.219						
Receivables - % of sales	17%	14%	14%	16%	11%	12%	12%	15%						
Inventarios	346	509	455	1.051	776	791	1.764	2.111						
Inventories - % of sales	1%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	1%						
Acreeedores	4.970	5.520	5.601	12.015	14.632	21.175	22.367	30.196						
Payables - % of sales	21%	17%	16%	19%	13%	14%	13%	17%						
Total CT	-595	-307	-89	-1.040	-2.139	-1.692	38	-866	-1.198	-1.176	-1.245	-1.295		
% s/ingresos	-2,5%	-0,9%	-0,2%	-1,6%	-2,0%	-1,1%	0,0%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%		
Δ Capital de Trabajo	-320	288	218	-951	-1.099	447	1.730	-904	-332	21	-68	-50		
CT - Thomson	1.321	2.045	-586	1.212	5.757	-299	6.478	7.047						
Valoración														
WACC	8%													
Crecimiento perpétuo	2%													
CFLO medio 4a (para valor teminal)												45.503		
CFLO 2015/2018 - valor presente												162.868		
CFLO terminal - valor presente												568.582		
Enterprise Value												731.450		
Deuda Neta												-160.000		
Equity Value												891.450		
Número acciones												5544		
Precio actual acción												93,42		
Capitalización												517.966		
Valor Objetivo												160,78		
Upside/(Downside)												72%		
Precio Objetivo Consenso												137,05		
Múltiplos	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E		
PER									10,2x	10,2x	9,3x	8,5x		
PER ajustado x deuda									7,1x	7,0x	6,4x	5,9x		
EV/EBITDA									4,4x	4,6x	4,3x	4,1x		
CFLO YIELD									9,3%	8,1%	8,7%	9,0%		
Dividendo									2,0	2,2	2,3	2,4		
DVD YIELD									2,1%	2,3%	2,5%	2,6%		
DN/EBITDA									-2,0x	-2,1x	-1,9x	-3,6x		

2014 **2013**

NOTAS

MEDIO AMBIENTE

Emisiones CO2 (millones Tn)	34,20	33,80	
Instalaciones	0,40	0,60	
Uso de producto	7,00	7,50	
Transporte	1,60	1,60	
Actividades de reciclaje	0,50	0,50	
Producción	24,70	23,60	
Kg CO2 por USD facturado	0,19	0,20	
% variación	-5,4%		
Facturación (Bn USD)	183	171	
Headcount	110.000	110.000	
Ficha de impacto ambiental para cada producto			http://www.apple.com/environment/reports/
Clean Water Programm (% de proveedores)	61%	12%	
Papel y de fuentes sostenibles	80%		Bosques certificados gestionados de manera sostenible
Hectareas de bosque protegidas	15.000		Junto con The Conservation Fund
Auditorías ambientales independientes			Bureau Veritas North America, Inc. y Fraunhofer IZM

SOCIAL

PROVEEDORES

Código de conducta para proveedores			https://www.apple.com/supplier-responsibility/pdfs/supplier_code_of_conduct.pdf
Estándar de responsabilidad para proveedores			https://www.apple.com/supplier-responsibility/pdfs/supplier_responsibility_standards.pdf
Publica la lista de proveedores			https://www.apple.com/supplier-responsibility/pdf/Apple_Supplier_List_2015.pdf
Fundiciones verificadas (Conflict mineral standards)			https://www.apple.com/supplier-responsibility/pdf/Apple_Smelter_List_2015.pdf
Auditorías a proveedores	633	452	Auditoría llevadas a cabo en 19 países
Empresas auditadas 1ª vez	210	173	
Auditorías no anunciadas	40		
Fin relación	18		Por violación grave del código de conducta
Llamadas a trabajadores	30.000		Para asegurarse de que sus derechos son respetados

TRABAJADORES

Nº Participantes en el programa SEED	861.000	482.000	Supplier Employee Education and Development
Nº trab (en mill) en programas de formación	2,3		Formación sobre derechos del trabajador
Cumplimiento jornada laboral máxima 60 horas	92%		
% trabajadores hombres	69%		https://www.apple.com/diversity/

GOVERNANZA

Estructura	Consejo de Administración formado por 8 miembros (incluyendo el CEO Tim Cooks) Requiere una mayoría de Consejeros independientes No tiene limitación de mandatos Accionistas a largo plazo (3 años de antigüedad) o grupo de accionistas (hasta 20) que en conjunto alcancen el 3% de las acciones comunes pueden proponer miembros para el Consejo de Administración
Comités	Comités independientes de Auditoría, Remuneraciones y Nombramientos
Auditoría	El auditor no puede ofrecer ningún otro servicio que no esté relacionado con auditoría financiera y/o fiscal Utilizan un "peer group" de empresas con marcas icónicas, líderes de su industria o categoría, basadas en I+D y en innovación para el crecimiento como referencia, aunque no se establecen un objetivo específico y los servicios de un Consultor independiente.
Sueldos ejecutivos	Remuneración variable por tramos en función de objetivos de ventas (50%) y resultado operativo (50%)

REPORTING

CR Performance Report	
Carbon Disclosure Project	
GRI	
Web	